

学校编码: 10384

分类号__密级__

学号: 17620081151426

UDC__

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

基金经理投资经验、羊群行为与股市泡沫
—基于中国基金市场的实证研究

The Experiences of Fund Managers, Herding Behavior and
Stock Market Bubbles:

An Empirical Study on Chinese Fund Industry

刘 倩

指导教师姓名: 屈 文 洲 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 6 月

学位授予日期: 2011 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2011 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

2005 年至 2009 年间，我国沪深股市震荡起伏，波动不断。市场上充斥着我国股市存在泡沫的言论以及对基金“能够发挥稳定市场”功能的争议。不少专家认为，基金作为机构投资者的主力之一，加剧了股市的波动，并助推了股市泡沫的形成和破裂；而基金经理也并没有实现“专家理财和理性投资”的作用，他们热衷于采用相同的投资策略并顺势而行，在泡沫形成和破裂的过程中功不可没。

专家们的观点是否正确？基金是否助推了股市泡沫？而基金经理作为基金运作的灵魂人物，是否都扮演了股市泡沫形成和破裂的幕后黑手，并最终通过基金的运作将我国股市推向了暴涨和暴跌的深渊呢？

为解答上述疑问，本文运用了 2005 年第 3 季度到 2010 年第 4 季度封闭式和开放式基金的数据，以基金经理的投资经验做为切入点，实证研究了我国不同投资经验的基金经理和股市泡沫的关系，并从跟风行为的视角分析了在泡沫期与非泡沫期他们跟风行为的不同，以及在泡沫期他们对股市泡沫的影响。最后，本文试图从羊群行为的根本作用解释不同投资经验的基金经理其跟风行为产生的原因以及他们对股市泡沫造成影响的最终根源。

本文的研究结果支持了基金不稳定市场假说，并表明：(1)投资经验越丰富的基金经理其管理的基金组合中泡沫股的配置量也越多；(2)投资经验丰富的基金经理具有更明显的跟风行为，他们会跟随上期泡沫股收益的正、负来调整基金投资组合中泡沫股的配置，从而增加、减少了股票的泡沫度；(3)相比投资经验缺乏的基金经理，投资经验丰富的基金经理更懂得顺势而行，他们在泡沫股上存在着显著的、较强的羊群行为，从而通过由羊群行为引起的跟风行为作用于股市泡沫，加剧了泡沫的形成和破裂。

关键词：投资经验；羊群行为；股市泡沫

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

From Year 2005-2009, Chinese Stock market continued to be fluctuating and volatilizing. It is flooded with disputes about “whether the funds can play stabilizing functions” and doubts about “whether the fund managers can show expertise in financial management and rational investment”. Acting as one of the main institutional investors, does fund really intensified the volatility of the stock market? And also, as the soul of the operation of the funds, does the fund managers play a role in boosting the bubbles of the stock market?

Taking fund managers’ investment experiences as a starting point, this paper uses closed and open-end funds data of Q3 2005-Q4 2010 to study the relationship of the experiences of fund managers and the stock market bubbles. Besides, we try to use the intrinsic effect of herding behavior to explain why fund managers that hold different experiences become trend followers and the root that causes their influences on the stock market bubbles.

The results of the study doesn’t sponsor the assumption that funds can play stabilizing functions, and show that: (1) The more experienced fund managers are, the more likelihood of bubble stocks in the configuration of stock portfolios, leading the bubble continues to increase in manager’s investment portfolio; (2) The rich-experienced fund managers showed a more significant trend-chasing behavior than the lack-experienced ones, thus they will follow the positive or negative returns of bubble stocks in last period in order to increase or decrease the holdings of bubble stocks in their portfolio, respectively, which finally increased stock bubbles. (3) The rich-experienced fund managers get a well understanding of how to ride the bubbles, they show a stronger herding behavior than the lack-experienced ones for bubble stocks, in which they exhibit the trend-chasing behavior and finally promote the formation and rupture of stock market bubbles.

Key words: Investment Experiences; Herding Behavior; Stock Market Bubbles

厦门大学博士论文摘要库

目 录

1. 绪论.....	1
1.1 选题背景	1
1.2 研究思路与框架	4
1.4 研究创新与不足	5
2. 文献综述	7
2.1 理论回顾	7
2.1.1 人力资本理论	7
2.1.2 行为金融理论与羊群行为理论	8
2.1.3 股市泡沫理论	11
2.2 实证回顾.....	13
2.2.1 基金经理人力资本因素实证研究	13
2.2.2 羊群行为与股市泡沫的实证研究	16
2.2.3 投资者投资经验与股市泡沫的实证研究	20
2.3 研究述评及本文的研究角度	21
3. 实证研究设计	23
3.1 研究假设	23
3.2 样本选择和数据来源	26
3.3 变量设计与定义	27
3.4 模型与指标构建	32
4. 实证结果与分析	36
4.1 变量描述性统计与相关性分析	36
4.2 数据回归结果分析	43
4.3 稳健性检验	55
5. 结论、政策建议与展望	59

5.1 研究结论	59
5.2 政策建议	60
5.3 后续研究展望	61
参考文献.....	62
致 谢.....	68

Contents

1. Introduction.....	1
1.1 Research Background.....	1
1.2 Research Incentive	3
1.3 Research Ideas and Framework	4
1.4 Innovation and Limitation	5
2. Literature Review	7
2.1 Theories.....	7
2.1.1 Theory of Human Capital	7
2.1.2 Theory of Behavioral Finance and Herding Behavior	8
2.1.3 Theory of Stock Market Bubbles	11
2.2 Empirical Researches.....	13
2.2.1 Empirical Study of Fund managers' Human Capital	13
2.2.2 Empirical Study of Herding and Stock market bubbles	16
2.2.3 Empirical Study of investors' Experience and Bubbles	20
2.3 Research Perspectives.....	21
3. Research Hypothesis and Designing.....	23
3.1 Research Hypothesis	23
3.2 Samples Selecting and Data Sources	26
3.3 Variables Designing.....	27
3.4 Research Models	32
4. Empirical Results and Analysis	36
4.1 Descriptive Statistics Results and Analysis	36
4.2 Regression Results and Analysis.....	43
4.3 Robust test	55
5. Conclusions and Discussions.....	59
5.1 Conclusions.....	59

5.2 Policy Suggestions	60
5.3 Discussions	61
Reference.....	62
Acknowledgements	68

厦门大学博士论文摘要库

1. 绪论

1.1 选题背景

从1991年建立上海证券交易所至今，我国股市已经经历了近20年的发展历程。在这20年的发展期间里，股市跌荡起伏，波动不断，并在很多时候都表现出了与宏观经济和企业经营业绩毫无关联的运行轨迹。比如，在2005年至2009年间，上证指数曾从低靡期的998.23点一路飙升至2007年10月的6124.04点，而后又从这个高点迅速下跌至2008年11月的1664.93点。在经历了08年的剧变后，上证指数又在2009年反转直上，冲到了2009年7月的新高2953.36点。

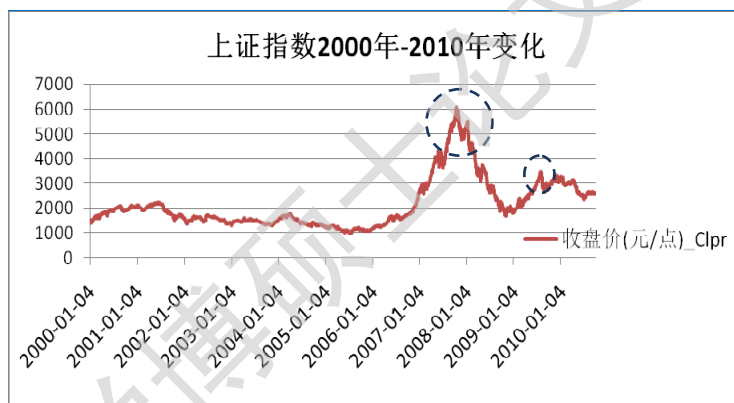


图 1-1: 2000 年-2010 年上证指数变化图

股市的震荡和股指的剧烈变化引起了国内外学者的关注，也使得资本市场中充斥着我国股市存在着泡沫的言论以及对谁是我国股市泡沫幕后推手的责问。

Bastiaensen, Cauwels 和 Sornette 等(2009)^[1]、Woodard, Jiang 等(2010)^[2]分别就我国股市泡沫的存在性进行了研究。他们指出，我国股市在 2005 年 6 月到 2010 年 12 月间曾经历了两次显著的泡沫膨胀期，分别是 2005 年 6 月至 2007 年 10 月和 2008 年 11 月至 2009 年 7 月。

对于股市泡沫形成的缘由，我国一部分学者认为，个人投资者的非理性是我国股市泡沫形成和股价波动的诱因；而另一部分学者则认为，基金才是股市泡沫的幕后黑手。他们认为，基金在股市上涨的过程中曾借助股指的飙升疯狂扩大基金的规模和持股份额，并将资金集中投向泡沫股，非但没有起到稳定市场的作

用，反而助长了股价的波动和股市泡沫的形成、破裂。此外，他们还认为，作为基金运作的灵魂人物，基金经理也难辞其咎，无论经验丰富与否，他们都并没有保持专家应有的冷静和理性，反而集体投身于这场泡沫之中，疯狂拉升基金业绩，牟取个人暴利，对泡沫的形成和破裂功不可没。

无独有偶，2008年12月，《投资者报》^①也认为：“基金具有鼓吹蓝筹股股价，使股价远远离了其本身投资价值，并催生股市泡沫的嫌疑。并且，在2005年6月至2007年10月间，基金将资金主要集中在银行、钢铁冶炼、房产开发租赁以及煤炭炼焦等大盘蓝筹股板块，并出现了多家基金同时重仓增持或减持某只蓝筹股的行为”。

基于上述言论，本文对CSMAR中基金的相关数据进行了分析，表明，在2005年6月至2007年10月和2008年11月至2009年7月这两段时期，我国基金的规模和持股份额确实正在疾速增加：

在2005年6月，我国股票型和偏股型基金的持股市值在仅占A股市场流通市值的13.62%，然而到了2007年10月，其持股市值已经提升到了32.84%，到2007年后，其持股比又急剧例下降，在经历了2009年的上升后，截至2010年12月，我国股票型和偏股型基金的持股市值所占A股市场流通市值的比例仅为8.18%。并且，在这两段时期中，整个基金市场中基金的数目从2005年开始按照55%的增速扩张，截至到2007年，我国共有基金312只；此后，基金又经历了2009年30.76%的快速增加，而后增速放缓至22.30%，到2010年12月底，我国基金总数为704只，其中开放式基金668只，封闭式基金47只。

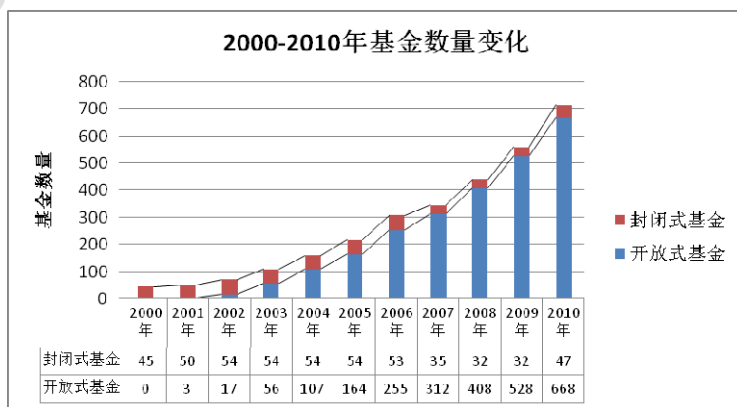


图 1-2：2000 年-2010 年基金数量变化图

^①杨秀红. 吹大蓝筹泡沫 机构投资者加剧股市动荡[N].投资者报,2008 年 12 月 19 日

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库